

ЛЕВЕРЕДЖ В ПРЕДЕЛАХ ОЖИДАНИЙ, ДО КОНЦА ГОДА ВОЗМОЖНО ЕГО СНИЖЕНИЕ

Отчетность за 1 п/г 2012 г. по МСФО

Падение операционных показателей второй квартал подряд на фоне изменений в структуре вагонного парка. Группа Globaltrans, поручитель по выпуску облигаций своей дочерней компании ОАО «НПК», опубликовала вчера результаты по МСФО за 1 п/г 2012 г. В отчетном периоде операционные показатели продолжили снижаться в связи с изменившимся соотношением собственного и арендуемого вагонного парка, однако мы ожидаем разворота данного негативного тренда уже в 3 кв. Выручка, очищенная от инфраструктурных платежей в пользу РЖД, возросла на 10,1% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 665 млн долл., что объясняется исключительно повышением цен на услуги компании (+12% в долларовом выражении), тогда как грузооборот сократился на 7% по причине шестипроцентного уменьшения используемого вагонного парка. В 1 п/г компания, в преддверии поступления в парк приобретенных вагонов, почти на 50% сократила количество взятых в лизинг вагонов, что и стало причиной ослабления операционных показателей. Сделка по покупке Металлинвесттранса (новое название – Ферротранс) была закрыта в середине мая. Таким образом, приобретенные в рамках данной сделки 8,3 тыс. вагонов (13,2% от совокупного парка компании на 30 июня 2012 г.) работали лишь половину 2 кв. В целом же на конец 1 п/г вагонный парк компании был на 32% больше, чем на начало года, в связи с чем мы ожидаем восстановления операционных показателей уже в 3 кв. EBITDA росла значительно быстрее выручки (+28,1%) ввиду более чем двукратного сокращения расходов на аренду вагонов. Как следствие, рентабельность по EBITDA поднялась на 6,9 п.п. до 49,4%. Коэффициент порожнего пробега относительно уровня годичной давности не изменился (62%), однако за квартал снизился на 4 п.п. Чистая прибыль осталась на уровне 160 млн долл. ввиду значительно возросших процентных расходов.

Рост долговой нагрузки в рамках наших ожиданий, риски рефинансирования минимальны. Совокупный долг компании во 2 кв. увеличился на 84% до 1,5 млрд долл. – в основном за счет покупки Ферротранса за 540 млн долл. Кроме того, Globaltrans заплатил дивиденды за 2011 г. в размере 98,9 млн долл. В результате показатели Долг/EBITDA и Чистый долг/EBITDA увеличились до 2,6 и 2,4 соответственно, совпав таким образом с нашими прогнозами. Срочная структура долга по-прежнему благоприятная: на отчетную дату краткосрочный долг составлял порядка 18% заемных средств Globaltrans. До конца года (в августе-декабре) компании необходимо погасить 138,8 млн долл. задолженности, а в 2013 г. – еще 216,7 млн долл. Мы считаем для этого компании вполне хватит средств, получаемых от операционной деятельности, – в отчетном периоде операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале составил 329,9 млн долл.

Обращающиеся выпуски

GLTRLI (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НПК-1	1 949 R	9,25	12 окт 12	13,35
НПК БО-1	5 000 R	10,00	3 мар 15	10,22
НПК БО-2	5 000 R	10,00	3 мар 15	10,20

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Globaltrans

МСФО, млн долл.			
	2011	1 кв. 12	1 п/г 12
Выручка	1 733	453	968
Выручка, скорр.*	1 177	305	665
EBITDA	505	153	329
Чистая прибыль	317	95	160
Совокупный долг	379	809	1 490
Краткосрочный долг	171	215	278
Денежные средства	121	346	90
Чистый долг	258	463	1 400
Собственный капитал	989	1 122	967
Активы	1 468	2 037	2 691
<i>Коэффициенты, %</i>			
Рентаб. по EBITDA, скорр.*	42,9	50,3	49,43
EBITDA/Процентные расходы	15,5	18,4	4,32
Долг/EBITDA	0,8	1,5	2,58
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,9	2,43
Долг/Собственный капитал	0,4	0,7	1,54

* без учета платежей за инфра структуру в пользу РЖД

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ожидаем снижения долговой нагрузки до конца года. Уже после отчетной даты компания получила за счет проведенного в начале июля SPO 400 млн долл. Большая часть этих средств пошла на погашение долга, объем которого был сокращен на 358,1 млн дол. и на 31 июля 2012 г., по данным компании, составил 1,1 млрд долл. (чистый долг – 991,5 млн долл.), что соответствовало про-форма Чистый долг/ЕБИТДА на отчетную дату в размере 1,7. Покупать новые вагоны до конца этого года Globaltrans не планирует. Таким образом, если до конца года компания не приобретет еще какого-нибудь ж/д оператора (известно, что в качестве объектов приобретения рассматриваются, в частности, Евраз-Транс, ММК-Транс), ее долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА может снизиться до 1,5. Если же сделка все же состоится, мы предполагаем, что она будет структурирована таким образом, чтобы компании не понадобилось наращивать левередж выше уровня 2,5, который мы считаем для нее вполне приемлемым.

Долговая нагрузка растет в рамках ожиданий

Основные финансовые показатели Группы Globaltrans по МСФО, млн долл.

	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	2011	1 кв. 12	1 п/г 12	Изм. за год, %
Выручка	645	1 383	906	1 733	453	968	6,8
Выручка, скорр.*	408	903	604	1 177	305	665	10,1
ЕБИТДА	181	391	257	505	153	329	28,1
Чистая прибыль	96	226	159	317	95	160	0,2
							Изм. за кв., %
Совокупный долг	444	519	418	379	809	1 490	84,1
Краткосрочный долг	160	191	150	171	215	278	29,4
Денежные средства	58	138	96	121	346	90	(74,1)
Чистый долг	386	381	322	258	463	1 400	202,4
Собственный капитал	742	884	1 042	989	1 122	967	(13,7)
Активы	1 277	1 515	1 580	1 468	2 037	2 691	32,1
Коэффициенты, %							
Рентабельность по ЕБИТДА, скорр.*	44,49	43,29	42,50	42,91	50,29	49,43	
ЕБИТДА/Процентные расходы	6,03	8,52	14,36	15,51	18,38	4,32	
Долг/ЕБИТДА	1,31	1,33	0,89	0,75	1,51	2,58	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,14	0,98	0,69	0,51	0,86	2,43	
Долг/Собственный капитал	0,60	0,59	0,40	0,38	0,72	1,54	

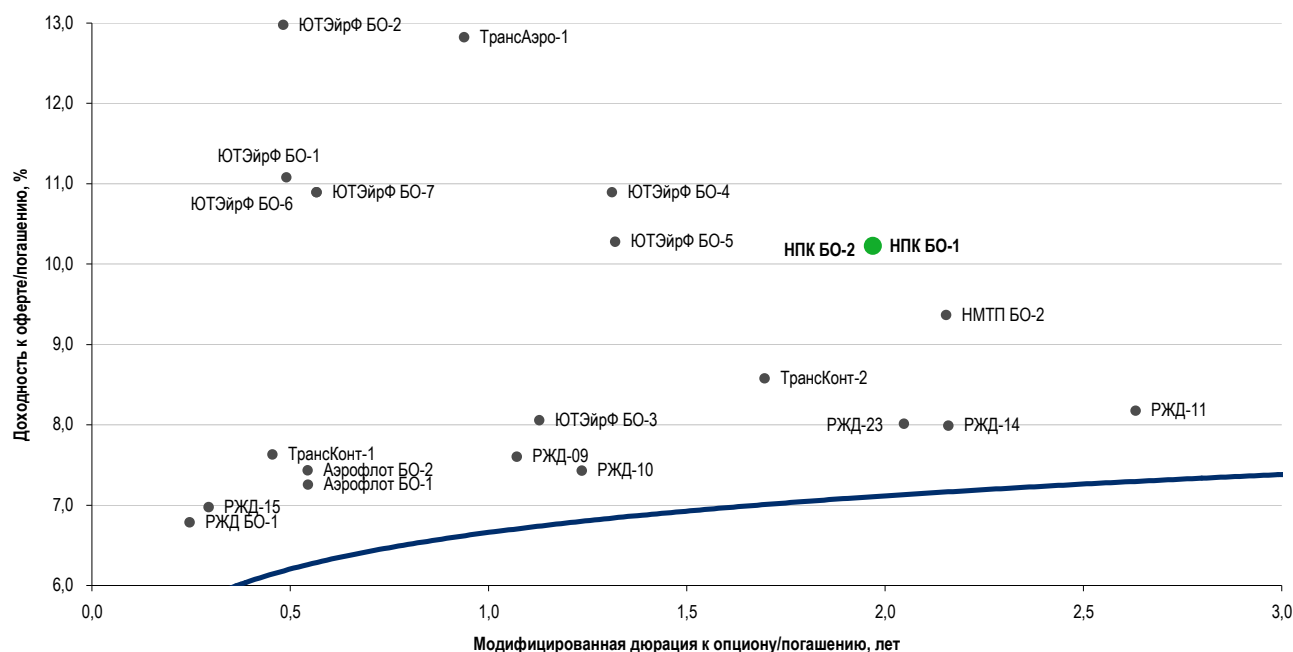
* без учета платежей за инфраструктуру в пользу РЖД

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Облигации НПК предлагают привлекательную доходность. Ослабление финансовых метрик, отраженное в отчетности за 2 кв., было ожидаемым и, кроме того, умеренным, поэтому мы не видим угроз для кредиторов компании – способность Globaltrans генерировать стабильный операционный денежный поток подтверждена временем. На текущий момент доходности выпусков НПК БО-1, -2 находятся на уровне 10,2%, что предполагает очень привлекательную, на наш взгляд, премию относительно ОФЗ – порядка 340 б.п. и спред 85 б.п. к выпуску сопоставимого по долговой нагрузке НМТП, кредитный рейтинг которого лишь на одну ступень выше.

Выпуски НПК – хорошая ставка на снижение долговой нагрузки в течение года

Облигации компаний транспортного сектора по состоянию на 3 сентября 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели телекоммуникационного и транспортного секторов

Сравнение эмитентов по секторам

	Рейтинг (S&P/M/F)	Выручка, млн долл.	ЕВITDA, млн долл.	ЕВITDA, %	Капзатраты, млн долл.	ОДП/ Капзатраты	Долг, млн долл.	Долг/ ЕВITDA	Чистый долг/ ЕВITDA	Кэфф. тек. ликв.	Капитал/ Активы
Телекоммуникации											
		11 293	4 863	43,1	2 647	1,4	7 150	1,5	1,3	1,0	0,3
		10 513	4 932	46,9	1 757	0,4	5 661	1,1	1,0	0,7	0,5
		8 376	3 068	36,6	1 708	1,6	4 190	1,4	1,2	0,6	0,5
		28 098	7 309	26,0	4 180	1,0	15 384	2,1	1,7	1,0	0,4
		1 408	494	35,1	216	1,9	2 148	4,3	4,3	0,4	0,5
		1 167	123	10,5	42	4,2	753	6,1	4,0	0,9	0,2
Транспорт											
		1 383	385	27,9	300	1,0	418	1,1	0,7	1,3	0,6
		4 319	684	15,8	216	3,4	2 047	3,0	2,0	1,4	0,3
2010		1 313	533	40,6	557	0,8	2 956	5,5	4,6	1,5	0,5
		43 933	14 635	33,3	13 596	0,9	11 755	0,8	0,6	0,7	0,7
		752	138	18,3	133	0,9	231	1,7	1,4	1,0	0,6
Развивающиеся страны											
	A+/Aa2/A+	11 829	2 899	24,5	1 348	2,6	4 823	2	1,3	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 978	1 893	31,7	936	1,4	1 892	1,0	(0,80)	2,4	0,6
	BBB-/Baa3/BBB-	3 963	1 126	28,4	1 398	0,9	2 032	1,8	1,2	1,1	0,6
	BBB/Baa1/BBB	3 928	953	24,2	na	na	3 720	3,9	2,7	1,3	0,6
Развитые страны											
	BBB+/Baa1/-	82 809	23 619	28,5	9 118	2,1	67 054	2,8	2,5	0,6	0,3
	A-/A3/A-	5 588	1 497	26,8	467	2,9	365	0,2	0,2	0,9	0,7
	BBB-/Baa3	4 838	1 559	32,2	705	0,7	4 340	2,8	2,6	0,9	0,4
	BB/B2	2 069	692	33,5	343	1,2	4 946	7,1	6,0	1,1	0,3
Телекоммуникации											
	BB/Ba2/BB+	12 319	5 144	41,8	2 459	1,6	8 710	1,7	1,3	1,1	0,2
	BB/Ba3	23 464	9 363	39,9	6 003	1,6	27 036	2,9	2,6	0,7	0,3
	/-/BB+	1 775	689	38,8	295	1,7	779	1,1	1,1	0,5	0,2
		10 070	4 004	39,8	2 816	1,0	5 077	1,3	1,2	0,4	0,5
		32 981	7 223	21,9	4 132	1,3	16 410	2,3	1,8	1,0	0,4
		1 475	97	6,6	64	0,6	848	8,7	6,0	1,0	0,2
Транспорт											
	/Ba3/-	1 733	505	29,1	174	2,5	379	0,8	0,5	1,2	0,7
	/-/BB+	5 378	646	12,0	517	0,7	2 266	3,5	2,9	1,0	0,3
	BBB-/Ba2/BBB-	1 439	461	32,0	604	0,7	3 190	6,9	6,1	1,2	0,5
	BBB/Baa1/BBB	49 317	11 851	24,0	15 885	0,7	13 003	1,1	0,6	0,7	0,7
	/Ba2/BB+	944	236	25,0	157	1,1	240	1,0	0,7	1,2	0,6
Развивающиеся страны											
	A+/Aa2/A+	13 587	3 820	28,1	1 507	2,9	1,4	0,9	0,9	0,8	0,6
	BB+/Ba2/BBB-	5 603	1 742	31,1	747	1,6	1,2	(1,0)	2,4	0,6	
	BBB-/Baa3/BBB-										
	BBB/Baa1/BBB										
Развитые страны											
	BBB+/Baa1/-	81 669	26 459	32,4	9 147	2,5	2,5	2,2	0,6	0,3	
	A-/A3/A-	6 284	1 654	26,3	667	2,1	1,3	1,2	0,9	0,5	
	BBB-/Baa3										
	BB/B2										
Телекоммуникации											
1 п/г12	BB/Ba2/BB+	6 136	2 634	42,9	1 125	2,0	7 754	1,4	1,2	0,7	0,2
	BB/Ba3	11 364	4 708	41,4	1 780	1,7	28 611	3,0	2,7	0,8	0,3
	BB+/-/BBB-	5 230	2 121	40,6	1 366	-	-	-	1,5	-	-
Телекоммуникации											
		13 518	5 535	40,9	3 123	1,4	7 884	1,4	1,3	0,9	0,3
		25 261	10 131	40,1	4 953	1,3	24 455	2,4	2,2	0,8	0,3
		10 829	4 363	40,3	2 295	1,6	4 560	1,0	0,7	0,6	0,6
		34 630	7 584	21,9	3 465	1,8	15 299	2,0	1,8	1,0	0,4
		2 112	842	39,9	275	2,2	958	1,1	1,1	0,4	0,2
		1 832	220	12,0	143	1,3	942	4,3	2,4	1,1	0,2
Транспорт											
2012П		2 446	680	27,8	1 400	0,4	1 300	1,0	1,9	2,0	0,4
		7 160	601	8,4	620	0,4	2 617	4,4	3,7	1,8	0,3
		1 569	526	33,5	400	0,9	3 315	6,3	5,3	0,9	0,5
		50 796	12 699	25,0	14 759	0,6	15 621	1,1	1,0	0,7	0,7
		1 071	300	28,0	255	1,1	269	0,9	0,6	0,8	0,5

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

10 июля 2012 Globaltrans – Ожидаемый рост долговой нагрузки. Опубликовано отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/120710_FI_Globaltrans_1Q12%20IFRS.pdf?docid=13248&lang=ru

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012